

双向发展打造一体化民爆龙头企业

雅化集团
002497

民爆行业处于景气周期高点

国家四万亿经济刺激计划的落实和西部开发、中部崛起等战略的实施以及内地交通网快速发展带动民爆器材需求。硝酸铵产能处于明显的供过于求的状态，价格持续低迷，从而保证民爆行业盈利能力保持高位，公司作为四川省内民爆龙头企业将长期受益于省内需求增长。

产品结构符合产业发展方向，保障公司长期发展

公司工业炸药中胶状乳化炸药产能占到全部炸药产能的 78%，明显高出全国平均水平，相比于同类上市公司，其产品结构更加符合行业发展方向。另外公司通过技术引进和自主消化掌握高精度延期雷管生产技术，该募投项目开工建设 2000 万发高精度延期电雷管和 1000 万发高精度延期导爆管雷管生产线，投产后将成为公司新的利润增长点。

进军工程爆破服务领域，打造一体化产业链

公司目前主要专注于矿山服务。公司在攀西和会理地区分别拥有 3000 吨和 6000 吨的混装车产能，用于服务所在地区矿山下游客户。攀西地区矿产资源十分丰富，所处位置交通便利，适合大规模露天开采，公司现有设备已经处于满负荷运作状态。公司爆破工程一体化募投项目的投产，将大幅增加公司一体化服务的能力，成为公司主要的利润来源。

整合经验丰富有利于公司进一步整合同类企业

在十二五结束期间将民爆器材生产企业数量减少到 50 家以内，销售企业减少到 200 家以内，重点扶持 10-20 家优势骨干企业集团，着力培育 1-2 家具有国际先进企业相比的大型企业集团。整合经验丰富、现金流充裕、省内整合预期强烈等因素有助于公司横向发展扩大规模。

公司产能按预期投产后，业绩会快速增长。预计公司 2010、2011 和 2012 年的 EPS 分别为 1.07、1.27、1.66 元，考虑到公司整合预计强烈，按照公司 PE 估值 34 倍，我们给予公司 6 个月目标价为 43.18 元，首次给予公司“增持”评级。

附表 公司业绩预测表

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入（万元）	638.73	845.06	1000.03	1214.86
营业收入同比（%）	35.4%	32.3%	18.3%	21.9%
净利润（万元）	137.26	171.38	203.39	265.27
净利润同比（%）	144.8%	24.9%	18.7%	30.4%

首次 增持

分析师：袁舰波

投资咨询执业证书编号：

S063020810052

联系人：

刘刚

021-50586660-8627

lgang@longone.com.cn

日期

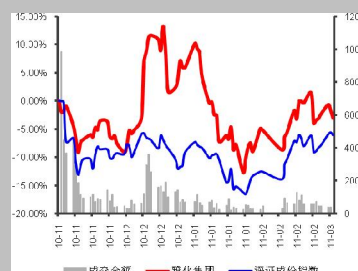
分析：2011 年 3 月 3 日

价格

当前市价：38.75 元

半年目标：43.18 元

股价表现



公司估值

	2009	2010	2011	2012
EPS	0.86	1.07	1.27	1.66
PE	45.1	35.6	30.5	23.3

注：EPS 为最新股本摊薄后数据

正文目录

一、公司概况	4
二、行业处于景气周期高点	5
1. 硝酸铵价格低迷保障行业盈利水平	5
2. 固定资产投资加速带动行业快速发展	6
三、产品结构合理，保障公司长期发展	9
四、进军工程爆破服务领域，打造一体化产业链	10
五、整合经验丰富有利于公司进一步整合同类企业	11
六、盈利预测	12

图表目录

图 1 2010年上半年公司主营业务收入构成.....	4
图 2公司产品生产点分布合理	4
图 3硝酸铵产业链.....	6
图 4硝酸铵价格小幅下调.....	6
图 5民爆行业主要下游分布.....	7
图 6下游需求增速强劲.....	7
图 7 2009年分省市采矿业新增固定资产投资.....	7
图 8全国分区域采矿业新增固定资产投资同比增速.....	8
图 9四川十二五高速公路、港口、机场重点项目示意图.....	9
图 10四川十二五铁路重点项目示意图.....	9
图 11民爆上市公司 2009年经营及现金情况.....	12
表 1公司产能分布表.....	4
表 2硝酸铵产能表.....	5
表 3四川省十二五规划.....	8
表 4募投项目建成前后能耗对比表.....	10
表 5高精度延期雷管与普通工业雷管价格对比表.....	10
表 6募投项目建成前后服务能力对比表.....	11

一、公司概况

公司是四川省内最大的综合性民用爆破器材生产企业，其产品主要包括胶状乳化炸药、膨化硝铵炸药、工业雷管、工业索类等，目前拥有 6.4 万吨乳化炸药、1.8 万吨膨化硝铵炸药、16000 万发工业雷管和 500 万米工业索类凭照产能。公司一直致力于产品结构调整，主动改造产品生产线，逐步加大政策导向性产品（如胶状乳化炸药等）的占比，为公司长期发展奠定坚实的基础。并且公司生产点分布合理，从北至南均匀分布在四川省内中轴线上，能够覆盖全省及周边地区，具有明显的区域优势。

图 1 公司 2010年上半年主营业务收入

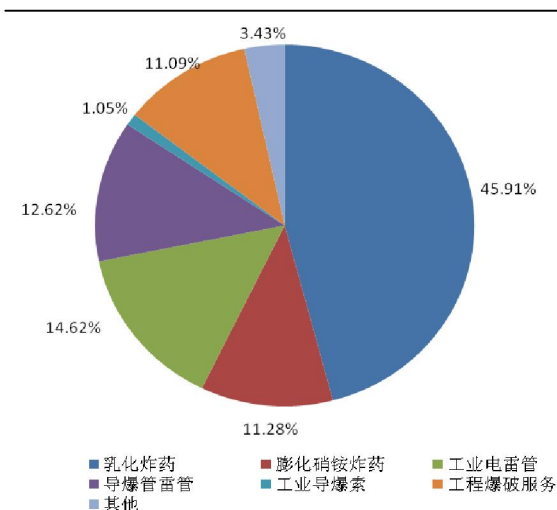


图 2 公司产品生产点分布合理



资料来源：东海证券研究所

表 1 公司产能分布表

生产点	目前产能情况	在建产能情况
本部（雅安）	胶状乳化炸药 1.9万吨，粉状乳化炸药 1.2万吨	
旺苍	膨化硝铵炸药 6000吨，胶状乳化炸药 6000吨	在建 12000吨胶状乳化炸药生产线，建成后替代原 6000吨胶状乳化炸药生产线
攀枝花	12000吨胶状乳化炸药	
三台	12000吨膨化硝铵炸药	在建 12000吨胶状乳化炸药（含 2000吨混装车），处于试生产阶段，等待验收，建成后将替代原 12000吨膨化硝铵炸药生产线
凉山会理	6000吨混装车	
攀枝花盐边	3000吨混装车	
绵阳	16000万发雷管	

资料来源：东海证券研究所

二、行业处于景气周期高点

1. 硝酸铵价格低迷提升行业盈利水平

由于民爆行业自身的特殊性，民爆产品的定价模式由国家控制，生产企业在国家制定的基准价下按照一定浮动幅度定价，因而民爆企业产品的出厂价格基本相同。国家根据民爆行业实际生产情况调整基准价，最近一次调整基准价是在 2008 年 8 月，各类产品价格上调幅度达到 30% 以上，并且基准价浮动空间由原来的下浮 5% 上浮 10%，扩大到上下浮动 15%，极大缓解了由于原料上涨带来的成本压力，民爆行业盈利能力明显好转。由于目前民爆行业普遍盈利能力较好，我们预计国家短期内不会调整基准价，所以民爆行业盈利能力主要取决于上游原料成本，硝酸铵成本占比达到炸药成本的一半，因而硝酸铵价格的走势直接决定了民爆产品的盈利状况。

80% 以上的硝酸铵用于工业炸药的生产，少量用于化肥生产。从全国角度上看，硝酸铵产能达到 500 万吨，而炸药用硝酸铵年需求只有 300 万吨，产能处于明显的供过于求的状态。硝酸铵作为危险化学品，其销售具备一定的区域性，一般销售范围为 300-500 公里。西南地区作为我国主要的硝酸铵生产地区，其产能达到 169 万吨，占全国产能的 33%，西南地区硝酸铵供给较为充分。

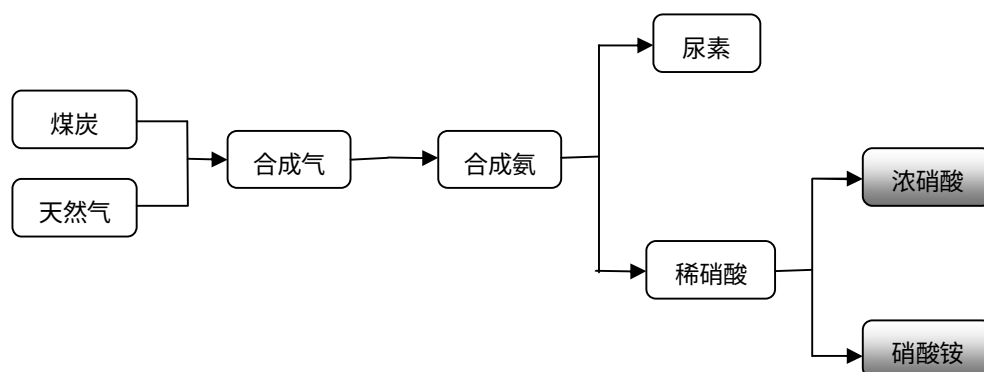
表 2 硝酸铵产能表

地区	公司	产能
西南	云南解化集团有限公司	36万吨
	云南云天化股份有限公司	11万吨
	四川金象化工产业集团股份有限公司	35万吨
	四川川化股份	15万吨
	四川泸天化股份有限公司	11万吨
	重庆富源化工股份有限公司	20万吨
	云南云峰化学工业有限公司	11万吨
	广西柳州化工股份有限公司	30万吨
	合计	169万吨
东南	福建省邵武化肥厂	15万吨
	湖北宜化集团有限责任公司	30万吨
	湖北金源化工股份有限公司	20万吨
	中国石化南京化学工业有限公司	15万吨
	安徽淮化集团有限公司	15万吨
	合计	95万吨
华北	山东联合化工股份有限公司	15万吨
	大化集团有限责任公司	60万吨
	唐山市成旺化工有限公司	10万吨
	内蒙古乌拉山化肥有限责任公司	30万吨
	太原化工股份有限公司	30万吨
	山西天脊煤化工集团有限公司	25万吨
	开封晋开化工	30万吨
	合计	200万吨
西北	陕西兴化化学股份有限公司（陕西省兴平化肥厂）	35万吨
东北	黑化集团有限公司销售公司	11万吨
	合计	510万吨

资料来源：百川资讯、东海证券研究所

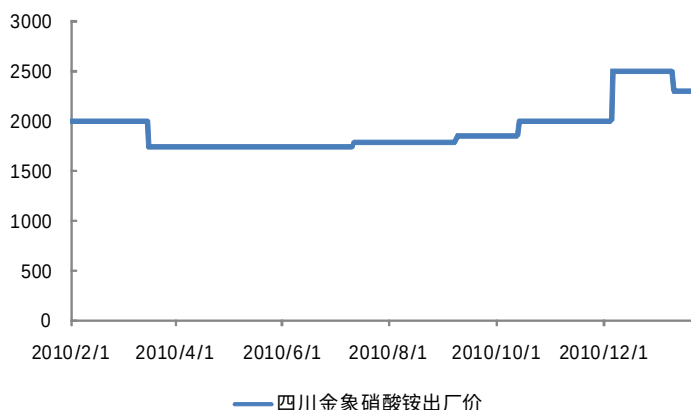
去年九月份后上游原料合成氨在尿素出口激增和煤炭成本上涨推动下价格上涨，从而直接推高硝酸铵生产成本。我们预计随着国家通过控制尿素出口，合成氨价格在今年春耕结束后将小幅下降，从而拉低硝酸铵成本，我们认为在成本和需求因素影响下，今年硝酸铵价格将小幅下降，达到 2000-2200元，因而在民爆产品原料价格低迷的情况下，明年民爆行业仍能维持较高的盈利能力。

图 3硝酸铵产业链



资料来源：东海证券研究所

图 4 硝酸铵价格小幅下调

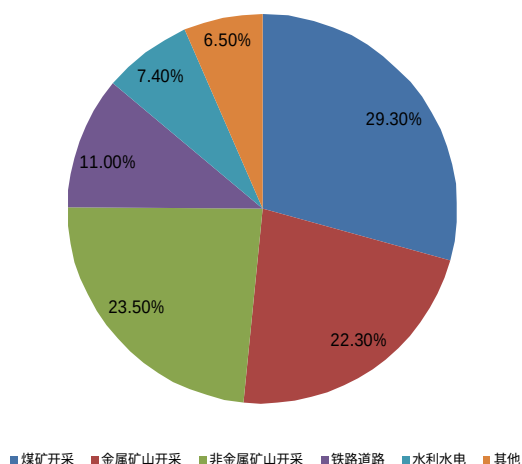


资料来源：百川资讯、东海证券研究所

2. 固定资产投资加速带动行业快速发展

民爆行业主要的下游需求为矿山开采、水利建设、道路桥梁等基础设施建设，和国家经济发展水平有密切关系。2000年以来中国经济快速发展，民爆行业总产值年均增长率达到 15% 民爆行业产销两旺。目前我国处于经济高速发展时期，对矿产需求强劲，并且随着我国城市化进度加快，相关基础设施建设也将保持高速增长，因而民爆器材的需求预计将持续增长。

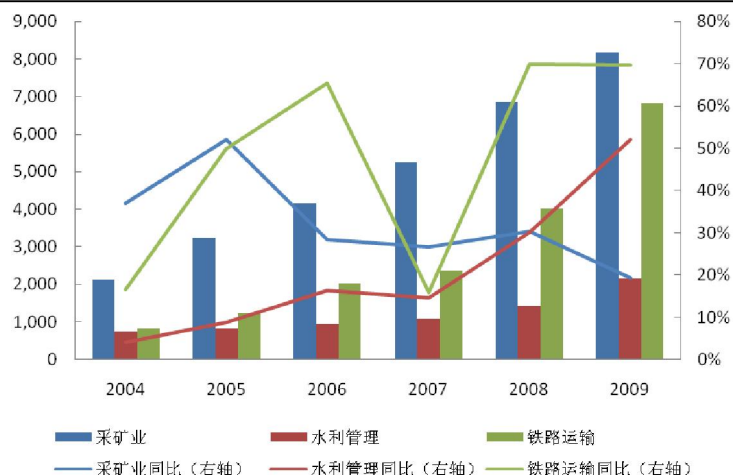
图 5 民爆行业主要下游分布



资料来源：雅化集团招股说明书, 东海证券研究所

图 6 下游需求增速强劲

单位：亿元

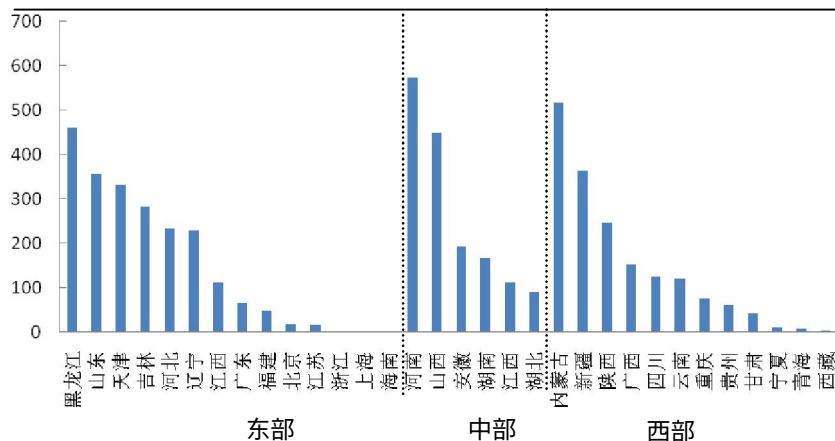


资料来源：东海证券研究所

中西部地区由于历史原因发展较慢，其固定资产投资基数一直落后于东部地区，近年来我国产业转移和中央加大对中西部开发力度，国家密集出台多项政策以保证中西部开发的顺利进行，比如西部大开发、中部崛起政策等，从税收、行政审批等各方面给予优惠政策。作为民爆行业主要的下游行业采矿业主要集中在中西部地区，中西部地区矿产资源达到全国的 60%以上，采矿、交通、水利等主要下游行业在中西部的增长潜力巨大，中西部地区将成为民爆行业重要的发展区域。

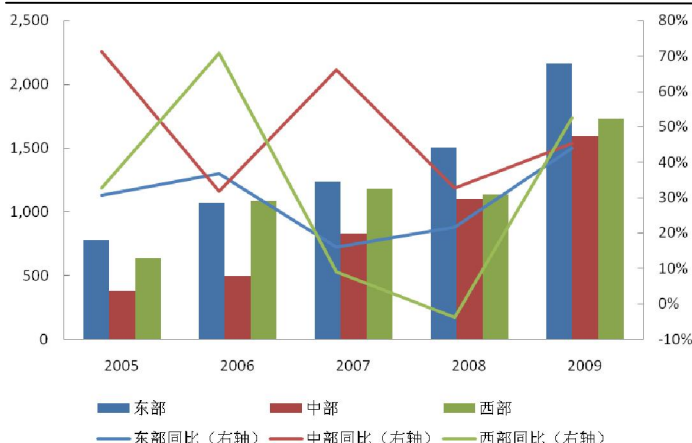
图 7 2009年分省市采矿业新增固定资产投资

单位：亿元



资料来源：wind, 东海证券研究所

图 8 全国分区域采矿业新增固定资产投资同比增速 单位：亿元



资料来源：wind 东海证券研究所

公司所在的四川地区地质条件优越，矿产资源丰富。目前已发现各种金属非金属矿产 132种，占全国总数的 70%，其中 23种矿产保有储量居全国前 3位。四川省也是我国水利资源最丰富的省份之一，而四川省水资源开发利用率不到全国平均水平的一半，人均库容只有全国平均水平的 1/4，水利水电开发利用潜力巨大。同时四川省铁路及公路交通情况仍低于全国平均水平，严重制约了四川省经济和社会发展。按照四川省“十二五”规划，5年固定资产投资超过 8万亿元，同比十一五期间增幅达到 80%以上，重点加强对矿产勘查及开采、水利、交通等方面的投资。矿山开采、水利建设、道路桥梁建设等基础设施投资对四川省内民爆市场需求构成有力支撑，预计民爆产品的省内需求将保持强劲，公司作为省内民爆龙头企业将长期受益于省内需求增长。

表 3四川省十二五规划

铁路 省际方面：加快进出川铁路大通道建设，力争建成西安至成都、绵阳至成都至乐山、成都至贵阳、成都至重庆客专以及成都至雅安、成昆铁路扩能成都至峨眉段、兰州至重庆等项目。加快建设成都至兰州铁路。新开工建设雅安至康定铁路、成昆铁路扩能峨眉至广通段、隆黄铁路叙永至织金段、昭通至攀枝花至丽江铁路、川青铁路成都至马尔康段等项目。加快川藏铁路康定至拉萨段、川青铁路马尔康至格尔木段、成都至西宁铁路等项目前期工作，争取规划期内开工建设。五年新增铁路运营里程 2700公里以上，运营总里程达到 6250公里，形成 11条进出川铁路大通道。

省内方面：建成成绵乐、西成、成渝客专、兰渝、成雅、成贵、巴中至达州、叙永至大村等项目，加快成兰铁路建设。新开工建设雅安至康定、成昆扩能峨眉至广通段、川青铁路成都至马尔康段、隆黄铁路叙永至织金段、昭通至攀枝花至丽江、绵遂内自宜城际，加快川藏铁路康定至拉萨段、川青铁路马尔康至格尔木段、成都至西宁铁路、乐山至自贡至泸州、宜宾至泸州铁路等项目前期工作，力争开工建设。加快成都地铁建设。

公路 省际方面：加快进出川高速公路大通道建设，建成广元至陕西界、广元至甘肃界、宜宾至泸州至重庆高速公路等项目，适时开工建设雅安至康定、汶川至马尔康高速公路等项目。五年新增高速公路通车里程 3700公里，通车总里程达到 6350公里，形成 18条高速公路进出川大通道。

省内方面：加快雅西、达陕、纳黔、宜泸渝、广甘、广南、南巴、广陕、内遂、成什绵、绵遂绵阳段、雅乐、映汶、成自泸赤、成安渝、成德南、达万、丽攀、巴陕、巴达、遂资眉、南大梁、乐自、成都二绕、绵阳绕城等项目建设，新开工建设汶川至马尔康、雅安至康定、仁寿至沐川、绵阳至九寨沟、汶川经川主寺至川甘界等项目。

水利 建成亭子口水利枢纽工程、小井沟水利工程、二郎庙水库、白岩滩水库等重点项目，开工建设武引二期灌区、毗河供水一期、升钟灌区二期、向家坝灌区一期和红色洞水库、开茂水库等大中型水利工程，积极推进泥溪水库、通江水库等项目前期工作。五年新增和恢复蓄引提水能力 69 亿立方米。

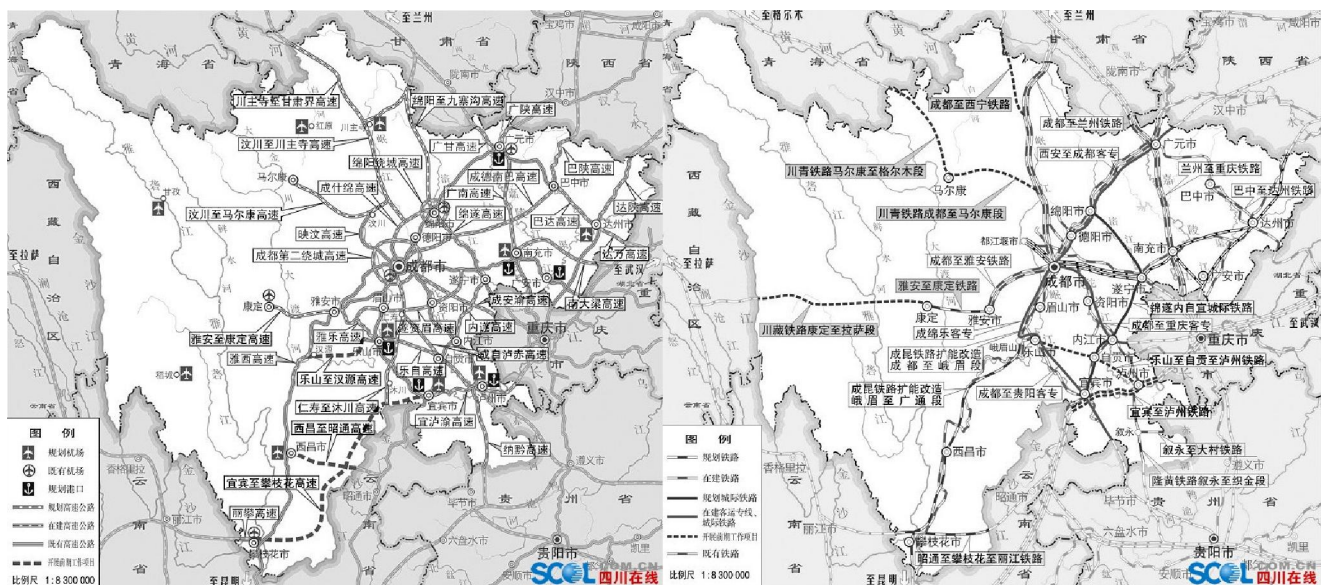
矿产 以攀枝花、凉山、内江为重点，采用目前国内最先进的钒钛钢铁生产工艺和技术，建设国内最大的现代化钒钛工业园及西南规模最大技术最先进的含钒钢生产基地。实现钒钛深加工产品和低微合金材料等规模化生产，构建较为完整的钒钛产业链，形成具有国际领先水平的钒钛产业集群。

整合西南地区铅铜多金属矿产资源，引进国际最先进技术，建设年产 4 万吨铅、40 万吨铜及金银等稀贵金属回收综合利用装置，推动我省有色行业技术进步和产业升级，成为国内重要的铅铜生产基地。

资料来源：《四川省国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》，东海证券研究所

图 9 四川十二五高速公路、港口、机场重点项目示意图

图 10 四川十二五铁路重点项目示意图



资料来源：东海证券研究所

三、产品结构合理，保障公司长期发展

目前我国民爆行业生产技术相对比较落后，生产企业存在“小、散、差”的情况，民爆产品技术含量普遍不高，部分国际上已被淘汰和限制生产的铵油炸药、硝铵炸药还占据着部分市场份额。随着我国基础设施建设技术含量的不断上升和国内环保要求的提高，国家对工业炸药的技术含量的要求也不断提高。2009 年国家工业和信息化部发表了《国家产业技术政策》，提出未来将加强引进技术的消化吸收再创新，重点研究产业发展的核心、关键共性技术，加快淘汰高消耗、高污染的落后工艺技术和生产能力，按照民爆行业十二五规划，国家将继续促进提升产品技术含量，限制和淘汰落后产能，使胶状乳化炸药产量占包装炸药的 60% 以上，导爆管雷管占工业雷管总产能的 50% 以上。

公司一直十分重视产品技术含量，现下属一个省级技术中心，拥有 28 项国家专利（含 1 项发明专利）。目前通过持续技术改造，公司工业炸药中胶状乳化炸药产能占到全部炸药生产产能的 78%，明显高出全国平均水平，相比于同类上市公司，其产品结构更加符合行业发展方向，有利于公司的长期发展。并且随着生产

线改造募投项目的完成，公司所用原料将从固体硝酸铵改为液体硝酸铵，有效降低工业炸药消耗蒸汽和电力，吨成本平均降低 10%，达到 350 元，明显增加公司盈利能力。

表 4 募投项目建成前后能耗对比表

能耗指标	项目建成前	项目建成后
电能消耗	33-57 度 / 吨	25-30 度 / 吨
蒸汽能耗	700-1000 千克 / 吨	500-600 千克 / 吨
生产成本	3400	3050

资料来源：雅化集团招股说明书，东海证券研究所

近年来国内起爆器材领域技术也是处于快速发展的阶段，随着国内精细爆破技术和爆破工程技术水平的提高，对高精度延期雷管的需求持续上升，公司通过技术引进和自主消化掌握高精度延期雷管生产技术，作为募投项目开工建设 2000 万发高精度延期电雷管和 1000 万发高精度延期导爆管雷管生产线，由于上述产品技术含量高，其销售价格也比一般产品高出 2-3 倍，并且四川省内只有两家生产起爆器材企业，竞争强度较小，产品销售能够得到保障，该项目投产后将成为公司新的利润增长点。

表 5 高精度延期雷管与普通工业雷管价格对比表

雷管类型	高精度延期电雷管	普通电雷管	高精度延期导爆管雷管	普通导爆管雷管
价格（元 / 发）	3-4	1-1.5	4-6	3-3.5

资料来源：雅化集团招股说明书，东海证券研究所

四、进军工程爆破服务领域，打造一体化产业链

由于国内工业炸药许可产能达到 500 万吨，而需求只有 300 余万吨，产能明显高出实际需求，因而国家严格限制新增产能的审批和建设，原则上不再批准新建产能，民爆企业难以通过新建产能支撑盈利能力持续上升，因而民爆企业纷纷延伸产业链，进入民爆工程服务领域，寻求新的利润增长点。而国家也鼓励生产企业向工程爆破服务领域延伸，引导行业向“民用爆破物品生产、配送、爆破作业一体化”方向发展。国内各大民爆生产企业如重庆葛洲坝易普利股份有限公司、贵州久联民爆器材发展股份有限公司均已开展该项业务，目前总体上民爆工程服务占民爆生产企业的收入仅为 5%，未来发展潜力巨大。由于该项业务的开展受制于上游工业炸药供给，因而一体化服务区域性特征也相对明显，市场竞争相对温和。

公司从 2007 年起即已开展民爆工程一体化服务业务，通过现场混装车直接服务下游矿山等客户，已取得一定成绩。目前公司长期向四川省攀西红格地区提供民爆产品和服务，与红格地区部分业主签订了一系列爆破工程一体化服务合同。由于四川省内独特的地理优势、丰富的矿产与水利资源，预计 2012 年四川省爆破工程一体化服务的市场规模将达到 20.91 亿元。作为省内最大的民爆企业和较早进入民爆工程服务一体化领域的公司，将能够占据较大比例的市场份额。

采矿业对民爆产品的需求约为民爆行业总产量的 75%，并且由于采矿行业持续时间长，需求稳定，相比于市政工程建设等其他需求客户黏度较高，一般不会轻易更换服务商，有利于公司业务的稳定，因而公司目

前主要专注于矿山服务。公司在攀西和会理地区分别拥有 3000吨和 6000吨的混装车产能，用于服务所在地区矿山下游客户。攀西地区是我国 16个重要成矿带之一，矿产资源十分丰富，钛资源储量达到 6.2亿吨，居世界第一位，其中攀西红格矿区拥有目前探明储量最大的钒钛磁铁矿床，并且该矿区所处位置交通便利，适合大规模露天开采，公司现有设备已经处于满负荷运作状态，随着公司募投项目的投产，将大幅增加公司一体化服务的能力，成为公司未来主要的利润来源。并且通过工程爆破服务带动公司民爆产品的销售，能够有效降低产品销售成本，避免行业波动带来的风险。

表 6募投项目建成前后服务能力对比表

主要技术指标	项目建成前	项目建成后
矿山开采能力	500万立方 /年	2200万立方 /年
年剥采总量	1510万立方 /年	6820万立方 /年

资料来源：雅化集团招股说明书,东海证券研究所

五、整合经验丰富有利于公司进一步整合同类企业

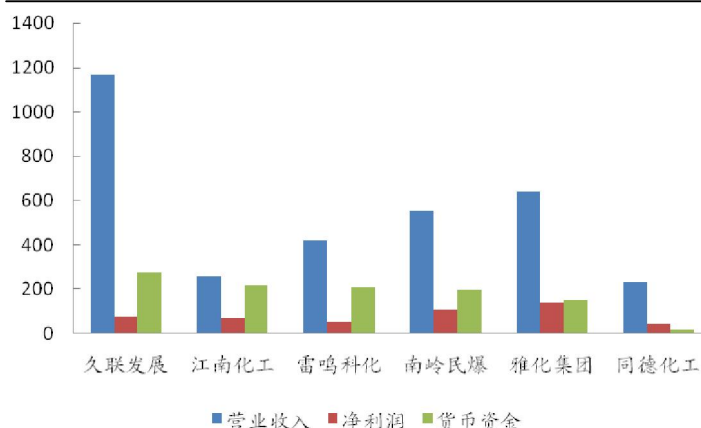
目前我国民爆行业处于生产企业规模小、数量多、技术水平较低的特点，炸药户均年生产量 2万吨左右，而美国户均生产量达到 17万吨。较小的企业规模制约了产品技术升级和发挥规模效应，并且由于民爆行业的高危性质，规模过小的企业的安全隐患也较大。因而从十一五期间开始，国家即开始推动行业内部的整合并购，效果相对明显。2008年民爆器材生产企业已由 405家减少到 146家，流通企业则已由 1728家减少到 500家以内，但是行业集中度仍处于较低状况，国家在十二五期间将进一步整合民爆企业，预计在十二五结束期间将民爆器材生产企业数量减少到 50家以内，销售企业减少到 200家以内，重点扶持 10-20家优势骨干企业集团，着力培育 1-2家具有国际先进企业相比的大型企业集团。今年作为十二五规划的开局之年，民爆行业内部将加速整合的进程。

我们认为公司作为整合主体整合其他企业的优势有以下几点：

1) 整合经验丰富，有利于公司快速消化被整合企业。从历史上看，公司从 2003年成立以来，坚持走整合并购扩大规模战略，先后并购了十多家企业，其中包括 4家民爆生产企业。至为关键的是公司通过先进的管理理念和统一的管理制度及工作流程规范其经营行为，使被整合企业在较短时间内能够扭亏为盈，相比于其他企业形式上整合，实际上分散经营的模式，其整合经验和能力将明显高出其他公司，有助于保障公司在今后的整合成功。

2) 现金流充裕助公司快速扩张。由于 08年民爆产品价格调整之后民爆企业盈利能力大幅提高，因而在整合过程中其售价也相应提高，平均每万吨产能售价达到 5000-8000万元，按照收购 5万吨产能计算，需要资金量至少为 2.5亿元，对于营业收入普遍较低的民爆行业来讲，其资金压力十分巨大，虽然可以通过增发等方式解决，但是直接使用现金收购所遇阻力和难度将较小。公司在 2010年年底上市之后超募资金接近 8亿元，现金流相对充裕，有助于公司进一步整合其他民爆企业。

图 11 民爆上市公司 2009 年经营及现金情况 单位：百万元



注：雅化集团 2010 年 10 月上市，所示现金流为未上市前情况

资料来源：wind, 东海证券研究所

3) 省内整合预期强烈。按照民爆行业十二五规划，民爆生产企业数量将减少到 50 家以内，每省平均存在 2-3 家民爆生产企业，而四川省内目前只存在 6 家民爆生产企业，其整合预期十分强烈，而公司作为省内最大的民爆龙头生产企业和唯一的上市企业，其整合省内其他企业的可能性将明显较高。目前公司已经参股凯达化工接近 12% 的股份，我们预计这将降低公司整合的难度。

六、盈利预测

公司产能按预期投产后，明显提升公司利润，业绩会快速增长。预计公司 2010 2011 和 2012 年的 EPS 分别为 1.07 1.27 1.66 元，对应 2010 2011 和 2012 年的 PE 为 36.1 倍、30.4 倍和 23.3 倍，考虑到公司整合预期强烈，给予公司 PE 估值 34 倍，我们给予公司 6 个月目标价为 43.18 元，首次给予公司“增持”评级。

公司名称	股价	EPS (元)			PE		
		2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
南岭民爆	35.50	0.82	0.8	0.97	43.29	44.38	36.60
久联发展	25.80	0.57	0.65	0.83	45.26	39.69	31.08
雷鸣科化	17.17	0.60	0.62	0.65	28.62	27.69	26.42
江南化工	28.00	1.00	0.52	1.02	28.00	53.85	27.45
同德化工	35.72	1.00	0.9	1.04	35.72	39.69	34.35
平均					36.18	41.06	31.18

资料来源：wind 东海证券研究所

资产负债表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	151	1549	1517	1728	营业收入	639	845	1000	1215
应收款项	53	71	83	101	增长率	35.4%	32.3%	18.3%	21.5%
存货净额	41	55	66	75	营业成本	307	417	498	583
其他流动资产	13	14	17	21	营业成本 / 营业收入	48.0%	49.3%	49.8%	48.0%
流动资产合计	258	1689	1683	1924	营业税金及附加	7	7	8	10
固定资产	141	155	401	469	销售费用	41	57	66	81
无形资产及其他	50	47	43	40	销售费用 / 营业收入	6.3%	6.7%	6.6%	6.6%
投资性房地产	11	11	11	11	管理费用	129	168	198	242
长期股权投资	8	8	8	8	管理费用 / 营业收入	20.2%	19.9%	19.8%	19.9%
资产总计	468	1909	2145	2452	财务费用	1	(3)	(6)	(6)
短期借款	20	0	0	0	投资收益	2	0	0	0
应付款项	24	30	36	41	资产减值及公允价值				
其他流动负债	90	149	170	198	变动	(4)	(3)	(4)	(4)
流动负债合计	134	179	205	238	其他收入	0	(0)	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	营业利润	153	195	231	302
其他长期负债	3	3	3	3	增长率	125.6%	27.8%	18.4%	30.4%
长期负债合计	3	3	3	3	营业外净收支	2	0	0	0
负债合计	137	182	208	241	利润总额	155	195	231	302
少数股东权益	13	18	24	32	增长率	112.8%	25.9%	18.4%	30.4%
股东权益	318	1709	1913	2178	所得税费用	14	19	22	29
负债和股东权益总计	468	1909	2145	2452	少数股东损益	4	5	6	8
					归属于母公司净利润	137	171	203	265
关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E	增长率	144.8%	24.9%	18.7%	30.4%
每股收益	1.14	1.07	1.27	1.66	现金流量表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	126	225	234	317
每股净资产	2.65	10.68	11.95	13.61	资本开支	(54)	(26)	(266)	(107)
ROS	21%	20%	20%	22%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	43%	10%	11%	12%	投资活动现金流	(55)	(26)	(266)	(107)
毛利率	52%	51%	50%	52%	权益性融资	0	1220	0	0
EBIT Margin	24%	23%	23%	24%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	27%	25%	25%	28%	支付股利、利息	0	0	0	0
收入增长	35%	32%	18%	21%	其它融资现金流	(57)	(20)	0	0
净利润增长	145%	25%	19%	30%	融资活动现金流	(57)	1200	0	0
资产负债率	32%	10%	11%	11%	现金净变动	14	1398	(32)	210
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	137	151	1549	1517
P/E	0.0	35.8	30.2	23.2	货币资金的期末余额	151	1549	1517	1728
P/B	0.0	3.6	3.2	2.8	企业自由现金流	77	193	(41)	202
EV/EBITDA	0.2	30.2	25.8	19.1	权益自由现金流	20	175	(36)	207

作者简介

评级定义

市场指数评级	看多——未来 6个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平——未来 6个月内上证综指波动幅度在 -20%~ 20%之间
	看空——未来 6个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配——未来 6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配——未来 6个月内行业指数相对上证指数在 -10%~ 10%之间
	低配——未来 6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入——未来 6个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持——未来 6个月内股价相对强于上证指数在 5%~ 15%之间
	中性——未来 6个月内股价相对上证指数在 -5%~ 5%之间
	减持——未来 6个月内股价相对弱于上证指数 5%~ 15%之间
	卖出——未来 6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路 87号国际财经中心 D座 15F	世纪大道 1589号长泰国际金融大厦 11F
电话：(8610) 66216231	电话：(8621) 50586660